

2016年12月06日

姜以宁

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

RMB 26/HKD 22

万科(000002.SZ/02202.HK)

Hold 持有

公司11月销售淡季回落，符合预期

公司基本资讯

产业别	房地产
A 股价(2016/12/6)	25.38
深证成指(2016/12/6)	10779.77
股价12个月高/低	27.72/17.02
总发行股数(百万)	11039.15
A 股数(百万)	9704.48
A 市值(亿元)	2463.92
主要股东	华润股份有限公司(15.24%)
每股净值(元)	9.10
股价/账面净值	2.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.80 9.10 48.80

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-10-28	24.77	持有

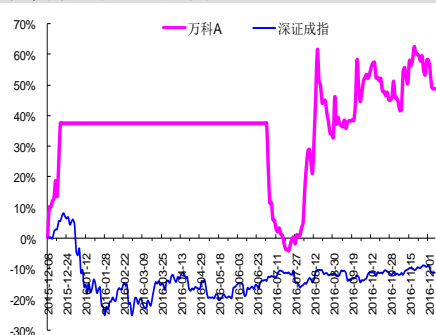
产品组合

房地产开发与经营业	98.6%
房地产管理业及其他	1.4%

机构投资者占流通A股比例

基金	7.1%
一般法人	18.2%

股价相对大盘走势



■ **公司11月销售情况**：公司11月份实现销售面积258.8万平方米，销售金额294.7亿元，分别同比+34.2%和+22.23%，环比-25.6%和-39.8%。整体来看，公司1-11月累计实现销售面积2593.7万平米，销售金额3409.5亿元，分别YOY+42.5%和+49.38%，销售增速环比10月有所收窄。公司销售业绩符合预期。

■ **淡季销售增速放缓，好于行业平均水准**：11月房地产行业进入销售淡季，公司11月销售面积及金额环比下滑，而同比仍保持较高速正增长，且明显好于行业平均水准(11月30大中城市销售面积YOY-27.5%)。主要由于公司年底竣工项目的集中释放，推盘力度有所加强。但受10月初热点城市调控政策影响，公司11月认购量增速大幅低于推盘增速，去化率有所下降。由于11月热点城市限购政策仍在不断加码，我们预计12月销售增速放缓的趋势仍将延续。

■ **一二线城市政策收紧，整体销售均价有所下降**：公司11月单月销售均价为11387元/平米，YOY-8.94%，WOW-19.2%，低于全年销售均价13145元/平，主要由于受一二线热点城市政策收紧影响，公司销售结构发生一定改变，长三角、珠三角高房价区域市场降温明显，销售占比下降超过5个百分点，拉低了公司整体的销售均价。我们预计未来一、二线热点城市销售下滑的局面仍将延续，而其部分购房资金或将流入未限购城市，带动二三线城市销售量上升，公司低房价区域的销售占比将保持稳定或继续提高。

■ **11月继续大力扩充土地资源**：在热点城市地方政府针对土地价格调控及购置土地资金来源严格控制等政策出台后，一二线城市土地市场有明显降温，土地溢价率出现快速的下降，公司补地较为积极。公司11月共新增17个项目，建筑面积230万平方，权益建筑面积161万平米，支付权益土地款146亿元，综合楼面地价9075元/平米，项目仍主要集中于一二线核心城市。除上海项目地价较高外，其余项目价格均较为合理，预计公司未来将继续加快拿地节奏。

■ **盈利预测与投资建议**：我们认为房地产市场降温仍在延续，公司销售将受到一定影响，增速趋缓，但从中长期来看，公司作为行业龙头，仍将受益于市占率的提升。另外，公司在消费地产、产业地产等业务已在进行积极的布局，我们看好公司未来的发展前景。我们预计公司2016、2017年净利润将达到218亿元和253亿元，YOY增长20.3%和16.3%，EPS1.97元和2.30元，A股按当价格计算，对应PE为13倍和11倍，PB2.7倍；H股对应PE为9.3倍和8.0倍，PB1.8倍。由于资金的举牌，公司股价相对于行业内其它公司较高，我们给予AH股“持有”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止12月31日		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15119	15745	18119	21795	25343
同比增减	%	20.5%	4.1%	15.1%	20.3%	16.3%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.37	1.43	1.64	1.97	2.30
同比增减	%	20.2%	4.1%	15.1%	20.0%	16.3%
A 股市盈率(P/E)	X	18.0	17.3	15.1	12.9	11.1
H 股市盈率(P/E)		12.5	12.0	10.4	9.3	8.0
股利 (DPS)	RMB 元	0.41	0.5	0.7	0.9	1.0
A 股息率 (Yield)	%	1.66%	2.02%	2.91%	3.41%	3.96%
H 股息率 (Yield)	%	2.39%	2.91%	4.19%	4.73%	5.50%

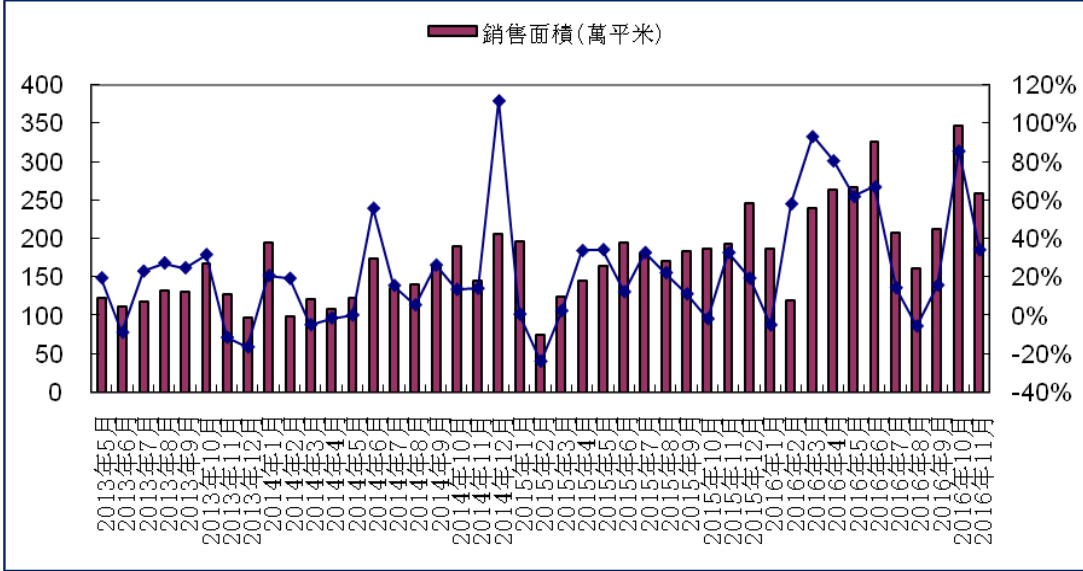
预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

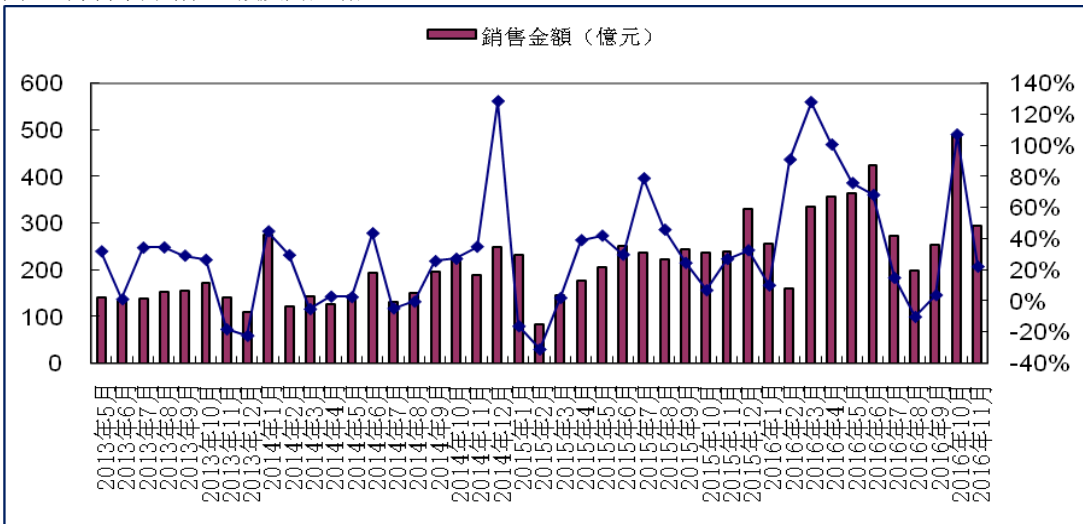
卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

图 1: 万科单月销售面积及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

图 2: 万科单月销售金额及同比增速



数据来源: 公司公告、群益整理

附一：合并损益表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	135419	146388	195549	251110	307380
经营成本	92798	102557	138151	179293	221314
营业税金及附加	11545	13167	17980	23102	28279
销售费用	3865	4522	4138	5273	6301
管理费用	3003	3903	4745	6027	7285
财务费用	892	641	478	452	492
资产减值损失	60	790	496	300	300
投资收益	1005	4159	3562	5165	6714
营业利润	24261	24979	33123	41828	50124
营业外收入	119	352	855	150	150
营业外支出	89	79	176	80	80
利润总额	24291	25252	33803	41898	50194
所得税	5993	5965	7853	9846	11796
少数股东损益	3179	3542	7830	10257	13055
归属于母公司所有者的净利润	15119	15745	18119	21795	25343

附二：合并资产负债表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	44365	62715	53180	58498	60253
应收账款	3079	1894	2511	2762	3038
存货	331133	317726	368122	404934	445428
流动资产合计	442047	464806	547024	623340	704619
长期股权投资	10637	19234	33503	38529	44308
固定资产	2130	2308	4917	5000	5000
在建工程	914	1833	598	1485	800
非流动资产合计	37159	43603	64271	70627	76843
资产总计	479205	508409	611296	693967	781462
流动负债合计	328922	345654	420062	478478	536971
非流动负债合计	44844	46861	54924	56717	58472
负债合计	373766	392515	474986	535195	595443
少数股东权益	28543	27729	36126	46383	59438
股东权益合计	76896	88165	100184	112389	126581
负债及股东权益合计	479205	508409	611296	693967	781462

附三：合并现金流量表

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1955	41725	16046	19271	12235
投资活动产生的现金流量净额	-5133	-3487	-20947	-8630	-7630
筹资活动产生的现金流量净额	-4748	-19617	-5104	-3890	-2850
现金及现金等价物净增加额	-7926	18649	-9906	6751	1755

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。